

# 隆平高科 (000998.SZ)

## 新品带动业绩高增长，资源整合打造种业航母

### 核心观点:

#### ● 品种优势凸显，新品带动业绩高增长

公司作为杂交稻种子龙头，研发优势突出。公司主推品种隆两优、晶两优系列表现优异，新品放量带动业绩高增长。①去年异常高温天气导致大量品种结实率低（平均 20-30%），但隆两优华占、晶两优华占结实率超过 80%，显著优于其他品种，因此本销售季农户预订积极性高，终端销售进度超预期。②去年过审的隆两优、晶两优系列新品种逐步推出市场，隆两优 534、晶两优 1212 等新品将为公司业绩贡献新的增长点。③畅销新品提升公司品牌效应，带动成熟期品种 Y 两优 1 号和深两优 5814 销量提升。

#### ● 种业行业集中度具备提升潜力，资源整合打造种业航母

竞争加剧促进行业集中度提升，国内外种业格局都在发生深刻变化。公司研发优势领先行业，未来发展围绕 3+X 战略，做大做强杂交水稻、玉米、蔬菜以及相关品种。中信入主确立“内生增长+外延并购”双轮驱动战略以来，公司并购项目逐步落地，未来将会继续按照吸收种质资源、开拓渠道、品种互补的思路逐步整合优质资源。

#### ● 布局多年蓄势待发，海外市场大幕将启

公司凭借自身在水稻育种技术上的绝对领先优势，海外杂交稻市场布局已初现成果。目前菲律宾已有品种通过审定正待推广，印度和巴基斯坦也有品种在排队等待审定中。东南亚市场杂交稻渗透率低、空间广阔，将成为支撑公司未来成长的新蓝海市场。

#### ● 投资建议:

随着隆两优、晶两优系列的推广，杂交水稻业务保持快速稳定增长，并购项目和海外市场品种逐步落地，公司业绩增长打开新空间。预计 2016-18 年公司净利润分别为 5.9/7.7/9.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.47/0.62/0.75 元，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示:

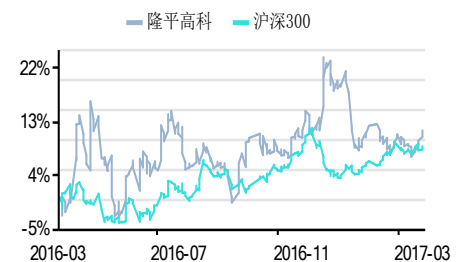
制种风险、新品种研发和推广风险、政策风险等

公司评级	买入
当前价格	20.41 元
前次评级	买入
报告日期	2017-03-23

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,256/956
流通 A 股市值 (百万元)	25,639
每股净资产 (元)	2.36
资产负债率 (%)	51.15
一年内最高/最低 (元)	22.31/17.68

### 相对市场表现



分析师: 惠毓伦 S0260511010003

010-59136726

hyl6@gf.com.cn

### 相关研究:

隆平高科非公开发行预案点评: 升格“国家队”，并购、海外拓展值得期待	2014-09-30
隆平高科中报点评: 种业航母起航，维持“买入”评级	2014-08-06
隆平高科 (000998.sz): 内外兼修,公司盈利增强	2011-09-20

联系人: 郑颖欣 021-60750607

zhengyingxin@gf.com.cn

## 盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,815.42	2,025.82	2,404.22	2,989.72	3,695.45
增长率(%)	-3.68%	11.59%	18.68%	24.35%	23.61%
EBITDA(百万元)	435.46	552.37	645.86	715.02	921.83
净利润(百万元)	362.02	491.07	593.49	773.65	946.75
增长率(%)	94.35%	35.65%	20.86%	30.36%	22.37%
EPS(元/股)	0.363	0.493	0.472	0.616	0.754
市盈率(P/E)	54.18	48.18	43.20	33.14	27.08
市净率(P/B)	10.22	10.03	4.27	3.78	3.32
EV/EBITDA	46.39	44.41	38.08	33.84	25.55

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

公司概况：育种技术领先行业，中信入主进入发展新阶段.....	5
研发优势行业领先，战略探索农业服务新蓝海.....	8
十年磨一剑，杂交稻新品带动业绩高增长.....	8
渠道下沉打造综合农业服务商.....	12
行业集中度逐步提升，资源整合打造种业航母.....	13
世界种业巨头的成长之路.....	13
法律制度日趋完善，行业集中度稳步提升.....	15
并购路线清晰，项目逐步落地.....	16
布局多年蓄势待发，海外市场大幕将启.....	17
育种技术世界领先，东南亚市场前景广阔.....	17
品种逐步落地，打开成长新空间.....	18
投资建议.....	19
风险提示.....	19

## 图表索引

图 1: 隆平高科发展历程 .....	5
图 2: 公司历年营业收入及增速 .....	6
图 3: 公司历年归母净利润及增速 .....	6
图 4: 公司 2015 年业务结构 .....	6
图 5: 公司历年毛利润结构 .....	6
图 6: 公司历年各业务毛利率 .....	7
图 7: 公司研发投入占比已超过 10% .....	7
图 8: 公司股权结构 .....	7
图 9: 亚华研究院组织架构 .....	8
图 10: 2000-2016 年通过审定品种 179 个 .....	9
图 11: 过审品种中水稻占比超过 80% .....	9
图 12: 过审品种中 1/4 为国审品种 .....	9
图 13: 公司产品梯队完备 .....	10
图 14: 2016 年隆、晶两优华占分别制种 300 万公斤 .....	11
图 15: 我国杂交稻种植面积占比接近一半 .....	11
图 16: 公司销售人员在员工中占比增至 32% .....	13
图 17: 孟山都并购历程 .....	14
图 18: 利马格兰并购历程 .....	14
图 19: 我国持证种企数量由 2010 年的 8700 家降至 2015 年的 4660 家 .....	16
图 20: 我国水稻单产明显高于东南亚各国 .....	18
图 21: 印度水稻种植面积超过中国 42% .....	18
图 22: 印尼和菲律宾常规稻种子生产供需存在较大缺口 .....	18
表 1: 水稻品种测试体系 .....	9
表 2: 主推品种在产量和抗性上具有明显优势 .....	10
表 3: 杂交稻的主要优势 .....	12
表 4: 种粮大户和合作社产粮占比合计超过 20% .....	13
表 5: 世界种业前五强企业概况 .....	15
表 6: 近年来我国多次出台政策法规促进种业发展 .....	15
表 7: 公司收购兼并业务一览 .....	17
表 8: 预计东南亚杂交水稻市场空间为 300-800 亿元 .....	19

## 公司概况：育种技术领先行业，中信入主进入发展新阶段

公司以世界“杂交水稻之父”袁隆平的名字命名，是一家覆盖种子研发、生产、加工、销售和服务的“育繁推一体化”种业龙头。公司研发实力突出，尤其是在杂交水稻领域，育种技术处于世界领先水平。公司产品梯队完备，明确提出“3+X”的品类战略，以水稻、玉米、蔬菜为三大主要核心品种，以小麦、棉花、油菜等为延伸，在立足国内种业市场的同时积极开拓海外市场，内生发展与外延并购同步进行，双轮驱动企业高速发展。

图1：隆平高科发展历程



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 公司主营业务构成：

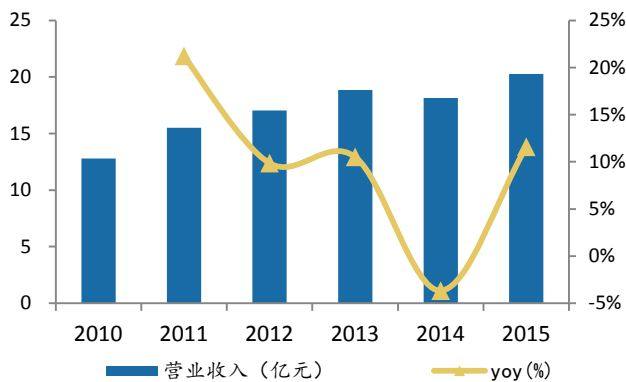
- **杂交水稻：**杂交水稻种子销售收入占比超过50%，是公司最主要的利润来源。随着隆两优、晶两优系列高端产品逐步放量，占比有望进一步提升。此外，隆两优华占、晶两优华占等主推品种由于售价更高，其毛利率（约为60%）高于水稻种子平均水平（40%），拉动公司整体毛利率提升。
- **玉米：**玉米种子销售收入占比约为20%。去年以来，在农业供给侧改革背景下，调减玉米种植面积和粮价低迷对玉米种业整体产生较大的负面影响，公司本销售季业绩承压，但是凭借渠道和品种优势，公司的玉米种子销售受影响程度远小于行业平均水平。
- **蔬菜：**蔬菜瓜果种子销售收入占比6%左右。公司通过并购整合蔬菜种业内优质资源，与自身形成互补。随着天津德瑞特的并入，公司蔬菜种子的销量和毛利率水平均有显著提升。
- **小麦：**小麦种子销售收入占比5%左右。小麦是除三大核心品种外公司确定的下一阶段重点发展品种，由于目前国内小麦的杂交品种较少，通过自主研发培育新品种比较容易实现，同时也有可能通过外延并购获得杂交小麦

新品种。

- **干辣椒及制品**：干辣椒及制品的销售收入占比8%左右，虽然这块业务在总营收中占比不低，但由于经营问题基本不贡献利润，毛利率逐年下滑至0.5%。未来公司将逐步剥离这块业务，以优化产品结构。

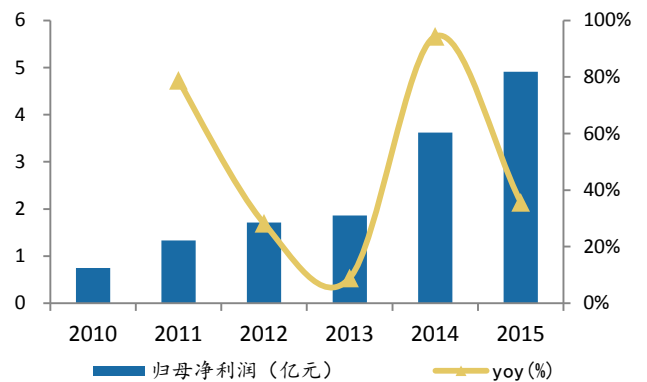
现代化的育种技术是公司的核心竞争力，公司2015年研发支出达2.2亿元，占总营收的比重超过10%。主要用于研发亲本材料、培育新品种、研究现代分子育种技术（如转基因）及海外研发等。前瞻性地研究和广泛布局将为公司的长期发展注入源源不断的动力。

图2：公司历年营业收入及增速



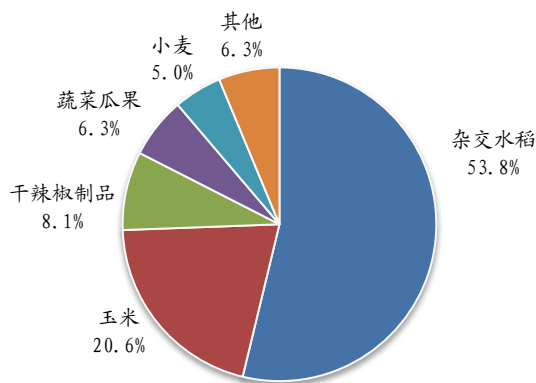
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：公司历年归母净利润及增速



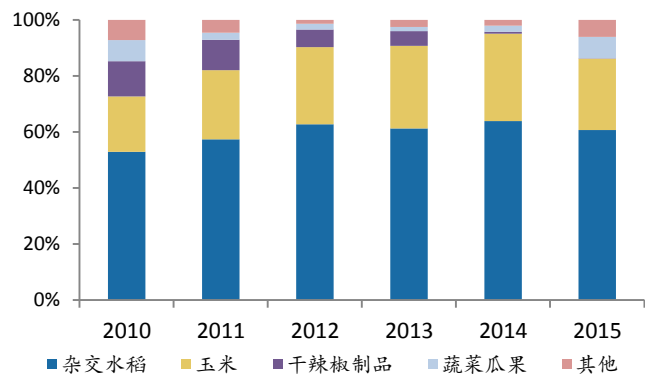
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：公司2015年业务结构



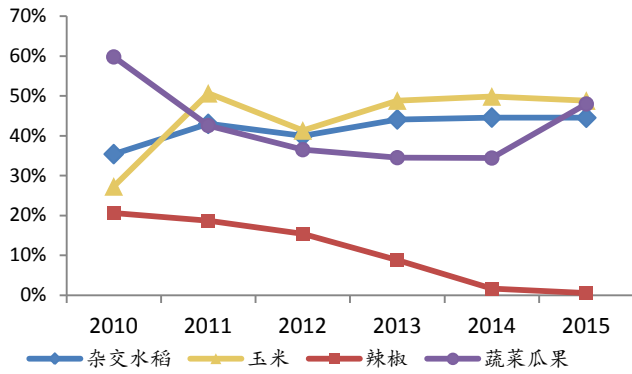
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：公司历年毛利润结构



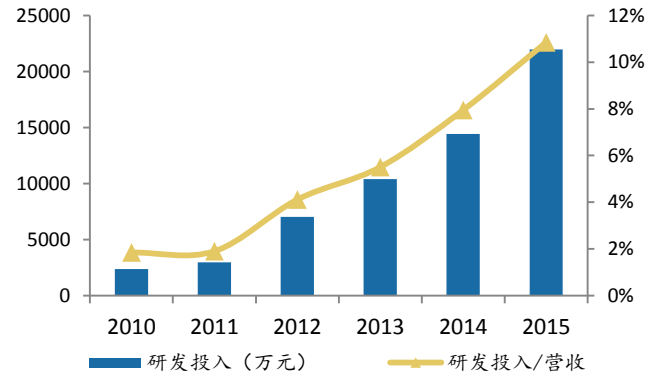
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6: 公司历年各业务毛利率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

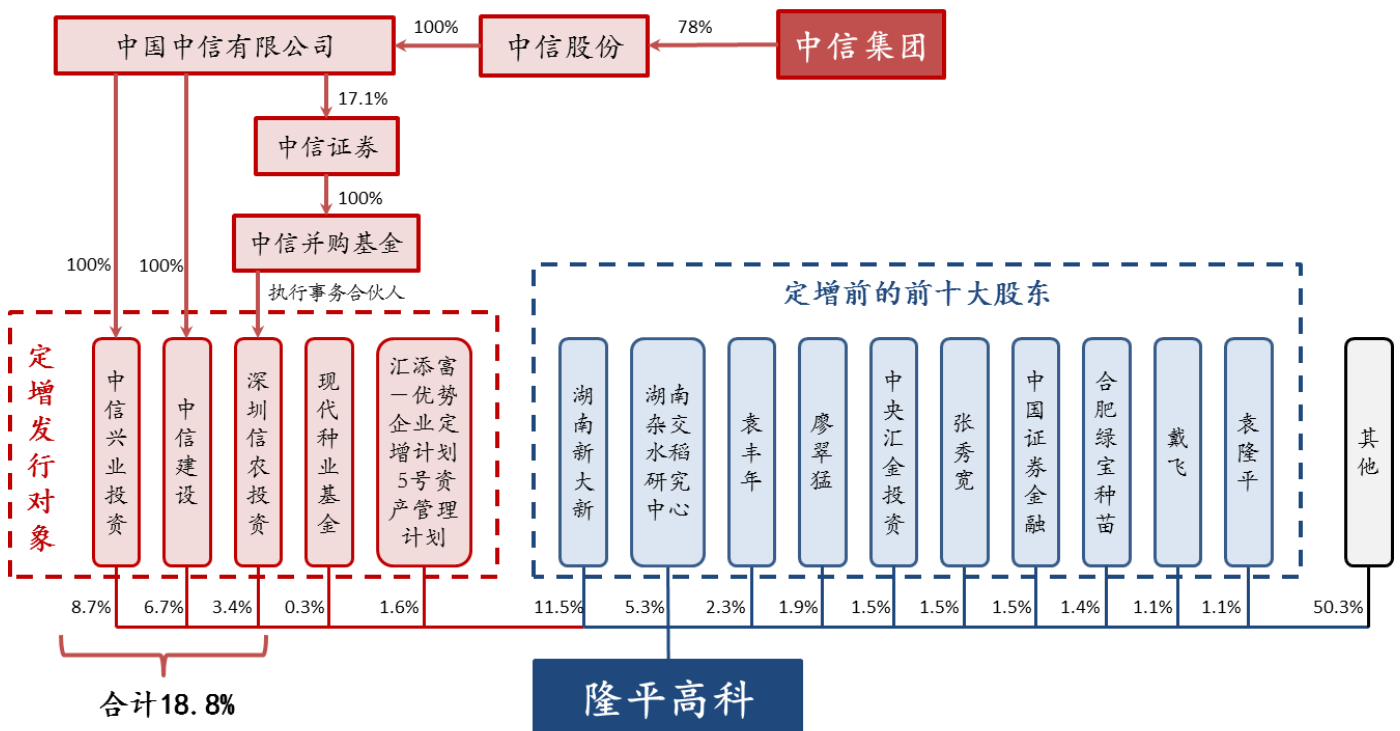
图7: 公司研发投入占比已超过10%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2016年中信集团通过定增项目入主成为实际控制人(持股比例18.8%), 公司跻身种业国家队。

图8: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

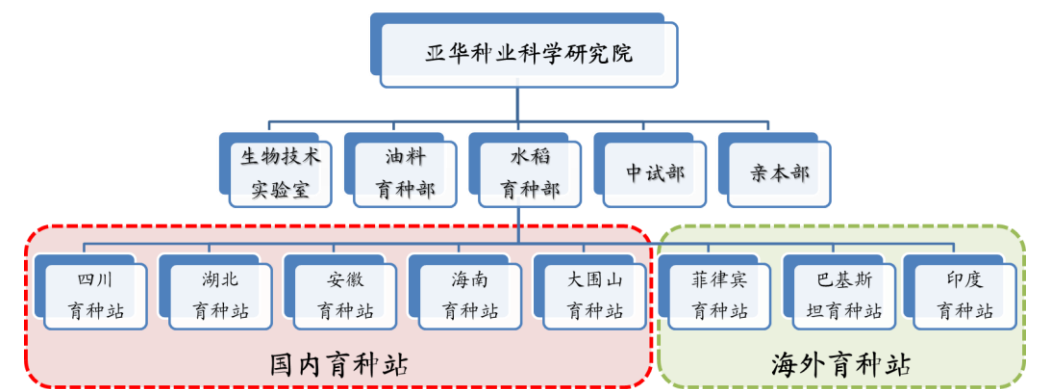
## 研发优势行业领先，战略探索农业服务新蓝海

### 十年磨一剑，杂交稻新品带动业绩高增长

公司作为国内商业化育种企业的领头羊，在水稻育种技术上的优势十分突出。为做好商业化育种、新品实验和制种技术研究，公司成立了亚华种业科学研究院，作为公司最核心的科研技术平台，研究院在研发团队、育种体系和科研设施等方面均处于领先水平，这主要体现在以下几个方面：

- **组织架构完善。**研究院下设亲本部、育种部和生物技术实验室等部门，分工专业、明晰。不仅在国内各地多点试验，还在菲律宾、印度、巴基斯坦等地设立育种站。
- **测试体系健全。**对水稻品种的测试体系不仅包含丰产性、稳产性和适应性等方面的鉴定，还在抗性上进行单点、多点测试，以选育出高产高抗的优良品种。
- **育种效率高。**运用“金种子”育种信息管理系统使育种过程实现电子化、信息化，有助于提高试验效率、节约人工成本，降低试验错误率。利用物联网技术实现研发设施的自动化和智能化。
- **研发成果显著。**自2000年以来，通过审定的品种数量为179个，其中86%为水稻品种。自主培育出优良的不育系隆科638S、晶4155S，继而选育出隆两优、晶两优品系多个优质品种。在高产、高抗和米质口感上拥有显著优势，成为新一代大品种。此外，截至2016年研究院获得2项专利和32项植物新品种权。

图9：亚华研究院组织架构



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

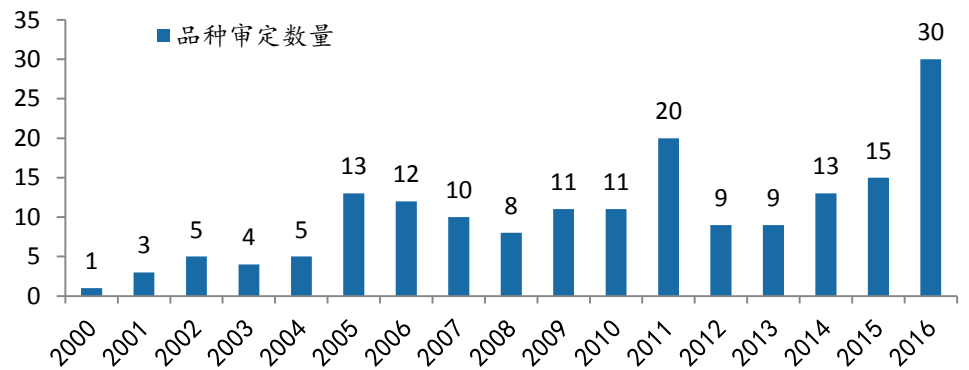


表 1: 水稻品种测试体系

测试体系	测试内容	测试体系	测试内容
产量、适应性鉴定	丰产性	特性鉴定	稻瘟病
	稳产性		白叶枯病
	广适性		褐飞虱
			耐高温
			耐低温
			稻米品质
			稻米镉积累
			DNA 指纹
			转基因成分

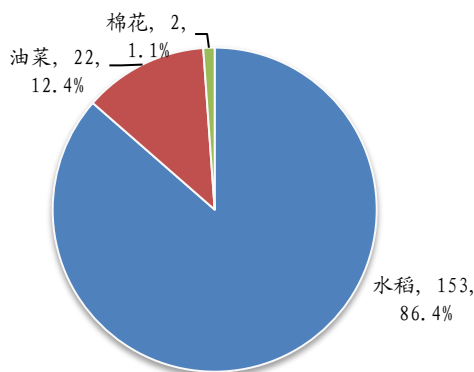
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 10: 2000-2016 年通过审定品种 179 个



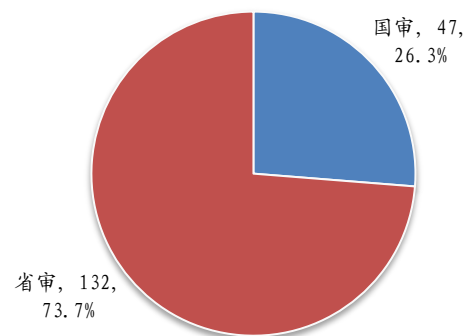
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 11: 过审品种中水稻占比超过 80%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 12: 过审品种中 1/4 为国审品种

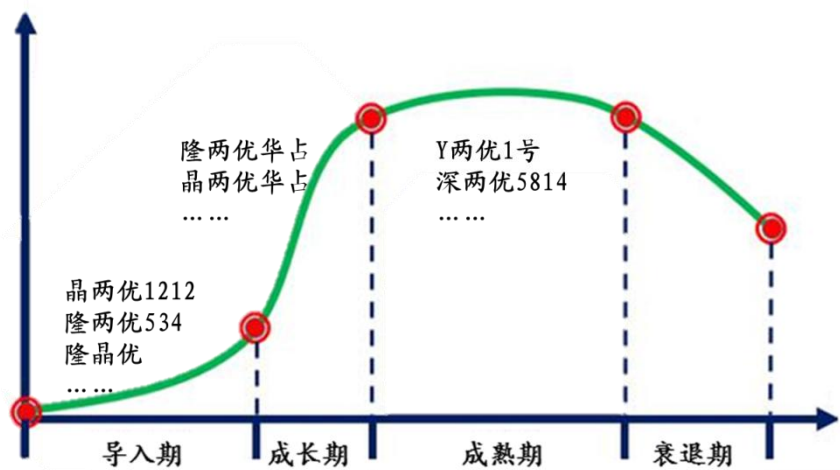


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

先进的研发技术奠定了培育优质品种的基础。以往在品种培育上，大多由科研机构培育优良的亲本材料，再由企业购买后进行选配、生产和商业化推广，这一模式带来的直接问题是亲本材料比较容易获得，培育出的新品同质化程度高，产品竞争激烈，如Y两优系列除Y两优1号外还有多个性状差异很小的品种。为了实现差异化和增强品种竞争力，公司经过近8年的努力成功培育出隆科638S和晶4155S两大优质不育系，并选配出20多个品种，在广适性、高产稳产性、抗高温、米质口感等方面均有优异表现。对母本的独占性成功筑起技术壁垒，品种优势凸显，公司产品与同行业其他产品的差异化迅速增大。

自隆两优、晶两优系列产品陆续过审以来，已经步入第三个销售季。目前隆两优华占、晶两优华占经过前两年的导入已经进入快速成长通道，后续隆两优534、晶两优1212和隆晶优等产品也蓄势待发。而已步入成熟期的品种Y两优1号和深两优5814目前仍然拥有较稳定的市场份额。公司产品梯队完备，储备品种充足，主推新品种隆两优、晶两优系列在产量和抗性等方面表现优异，成为未来公司业绩的主要内生增长动力。

图13: 公司产品梯队完备



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2: 主推品种在产量和抗性上具有明显优势

品种	亲本	通过审定	产量表现	主要优势	适宜地区
隆两优 华占	隆科 638S × 华占	2015 国审/赣、湘省审 2016 湘省审	区域试验平均亩产 646.7 千克，比丰两优四号增产 8.4%；生产试验平均亩产 625.9 千克，比丰两优四号增产 6.5%	高产、抗倒伏、米质优	江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏、重庆贵州等
晶两优 华占	晶 4155S × 华占	2015 湘省审 2016 国审/赣省审	区域试验平均亩产 612.2 千克，比 II 优 838 增产 5.3%。生产试验平均亩产 628.8 千克，比 II 优 838 增产 8.7%。	高产、抗性好	海南、广东、广西、福建、云南、贵州等
隆两优 534	隆科 638S × R534	2016 国审/湘省审	区试平均亩产 510.58 千克，比博优 998 增产 10.57%；生产试验平均亩产 489.19 千	多穗、高产、抗性强	海南、广东、广西等

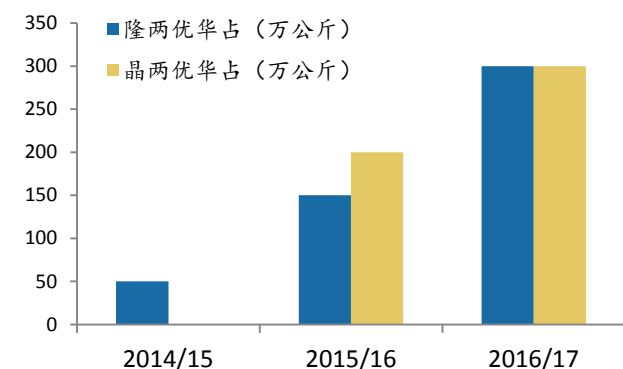
晶两优 1212	晶 4155S × R1212	2016 国审	克, 比博优 998 增产 13.53%	高产、抗高温、 结实率高	海南、广东、广西、 福建等
			区试平均亩产 510.58 千克, 比博优 998 增产 10.57%; 生产试验平均亩产 494.17 千克, 比博优 998 增产 14.08%		

数据来源: 国家水稻数据中心, 广发证券发展研究中心

从终端销售情况来看, 农户对公司的产品 (尤其是隆两优、晶两优系列) 预订积极性很高, 预测本销售季可能提前完成销售任务。本销售季销量大幅超出预期的主要原因来自于三个方面: ①去年8月南方地区出现长时间异常高温天气, 受此影响大多数水稻品种的结实率降至20-30%, 减产明显; 而隆两优华占和晶两优华占凭借抗高温的优良特性结实率保持在80%以上, 因此受到农户的青睐。②从理论上来说, 新品推出会冲击市场上原有的成熟期品种, 不仅会抢夺竞争对手的市场份额, 对公司自身的原有品种也同样有影响, 原本预计隆、晶两优系列新品推出会使得Y两优1号和深两优5814等产品销量下滑。但是由于新品在大田中的优异表现提升了公司的品牌效应, 在新品脱销的情况下农户转而购买了公司的其他优势品种, 因此Y两优、深两优销量同比持平, 库存量有所下降。③2016年过审的十几个新品种在本销售季开始销售, 虽然尚在导入期各个单品销量不高, 但是总量对整体销量的贡献还是非常可观的。

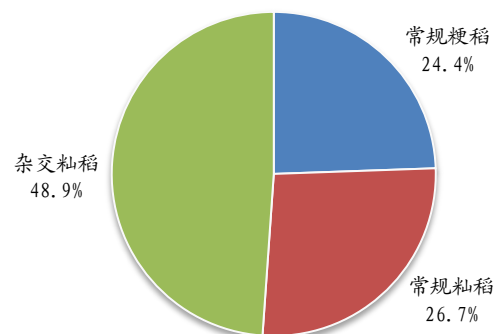
由于自然环境上的差异对水稻产量影响较大, 因此水稻种子市场呈现出多元化、分散化的特点。不同于玉米大品种推广面积可达1000万亩以上甚至突破2000万亩, 水稻品种销量超过300万公斤 (约合500万亩) 时即为大品种。未来在品种推广上, 公司将摒弃主推单一品种的策略, 采取双品系同步推广, 打造销量超过千万公斤级的两大品系, 快速占领市场逐步取代Y系品种。新品种以高产、高抗和米质优为主要优势, 其中隆两优华占和晶两优华占表现最为突出且具有广适性, 因此优势品种的推广有助于提高公司在杂交水稻种子上的市场占有率, 这一比例在未来2-3年内有望从15%提高到30%。

图14: 2016年隆、晶两优华占分别制种300万公斤



数据来源: 公司官网, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图15: 我国杂交稻种植面积占比接近一半



数据来源: 农业技术推广中心, 广发证券发展研究中心

目前我国的水稻生产中杂交稻与常规稻的种植面积几乎相当，与常规稻相比，杂交稻的主要劣势在于米质口感较差，而优势是高产。但是在较粗放的经营模式下，杂交稻在大田种植中的产量表现难以达到试验田中的水平，加之常规稻种子价格更低且可自留种，二者在种植效益上的差异并不显著。但是基于两方面的原因，我们认为未来杂交稻市场占有率可能会进一步提升：一方面随着土地流转加速，农业大户、合作社等比例提高，这类新型农业经营主体相较于小规模种植的农户更注重种粮收益且更积极做好田间管理，因此杂交稻的高产优势将会凸显；另一方面目前杂交稻新品研发非常注重米质口感提升，如隆两优华占已经达到国家优质稻的水平，这一改变使得杂交稻不仅可以用于食品加工，也可以逐步走向口粮市场，下游消费渠道拓宽有助于提高杂交稻种植面积。

**表 3: 杂交稻的主要优势**

优势	对新型农业经营主体在规模化生产中的作用
高产	更符合种粮大户增产增收的需求
抗倒伏	适宜机械化生产、收割
口感改善	新研发的杂交稻品种在口感上逐步改善，与常规稻的差异逐渐减小
农业服务	生产杂交稻的种企推广农业服务一体化帮助农户联系下游加工企业，解决销售问题，有利于杂交稻的推广

数据来源：国家水稻数据中心，广发证券发展研究中心

### 渠道下沉打造综合农业服务商

随着城镇化水平的逐步提高和土地流转加速，我国农业生产逐步向集约化规模化方向发展，在种植业上，种粮大户、合作社等新型经营主体的数量和比例逐渐提高，他们对提升产量和种植效益的需求更为强烈，农资企业发展农业服务是未来的一大方向，公司发展农业服务一体化和建立信息化网络不仅有助于提高客户粘性，也是对现有产销体系的延伸。

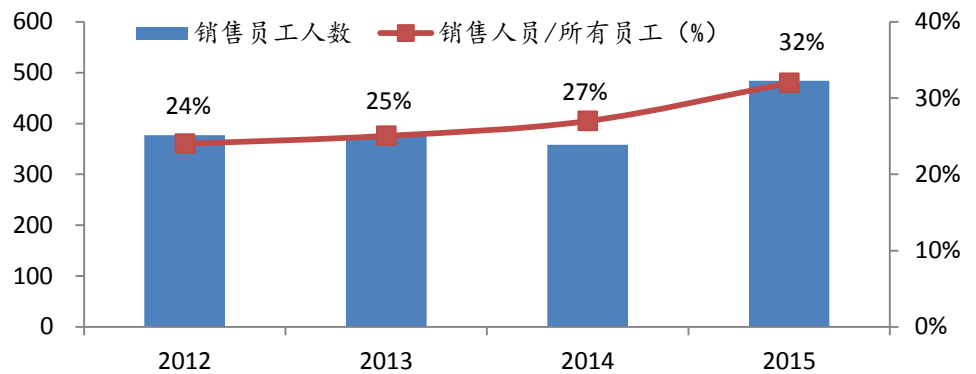
自2016年以来，公司销售费用大幅提升，这主要是因为公司正在积极扩充销售团队，在营销上由原来“公司-经销商-农户”的结构向“公司-大户”+“公司-经销商-小农户”双线并行的结构调整。同时采用“隆商通”APP，该系统可以进行定兑业务，零售商管理，提货、发货、调货、退货，库存管理，示范户管理等功能；未来还将开发出对账结算、活动管理、渠道管理、宣传促销品管理、数据统计分析等功能。线上线下相融合的方式不仅有利于公司更实时准确地了解产品需求，也有助于公司为农户提供服务，提高种子的使用效率。

表 4: 种粮大户和合作社产粮占比合计超过 20%

类型	项目	内容	项目	内容
种粮大户	种粮大户数	68.2 万户	占农户比例	0.28%
	经营耕地面积	1.34 亿亩	占总耕地比例	7.30%
	粮食产量	1492 亿斤	占粮食总产比例	12.70%
	平均亩产	486 公斤	高出全国平均	133 公斤
粮食生产合作社	数量	5.59 万个	入社人员	515 万人
	经营耕地面积	7218 万亩	占总耕地比例	4.00%
	粮食产量	971 亿斤	占粮食总产比例	8.20%
	平均亩产	545 公斤	高出全国平均	192 公斤

数据来源: 农业部, 广发证券发展研究中心

图 16: 公司销售人员在员工中占比增至 32%



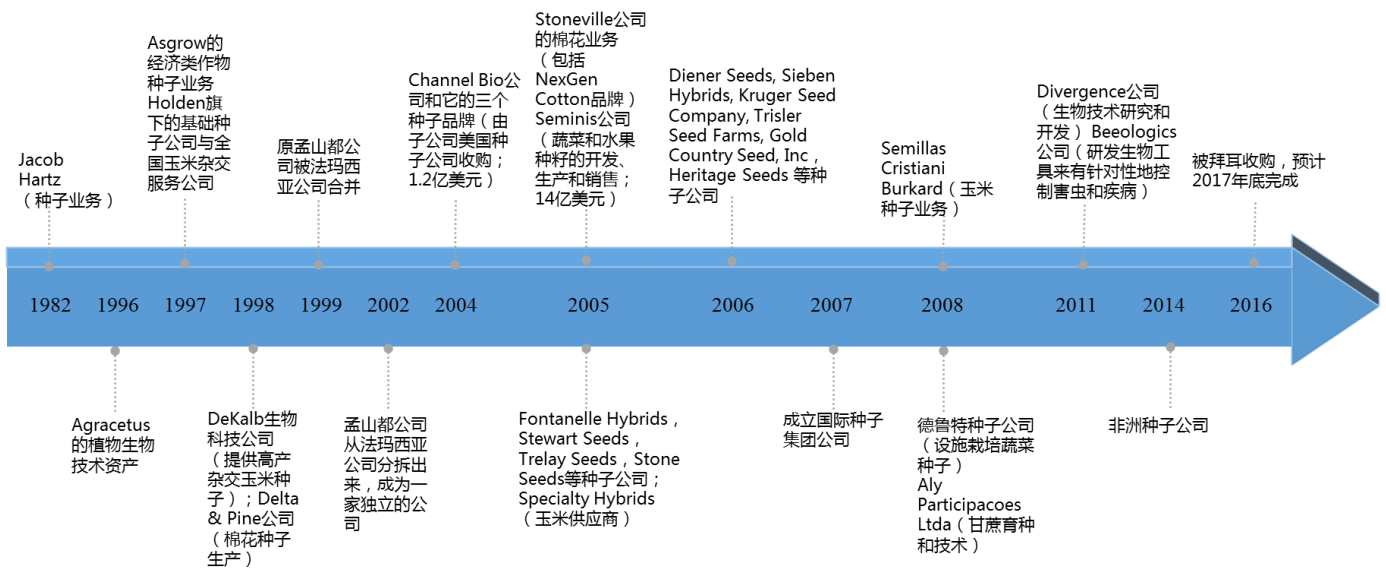
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 行业集中度逐步提升, 资源整合打造种业航母

### 世界种业巨头的成长之路

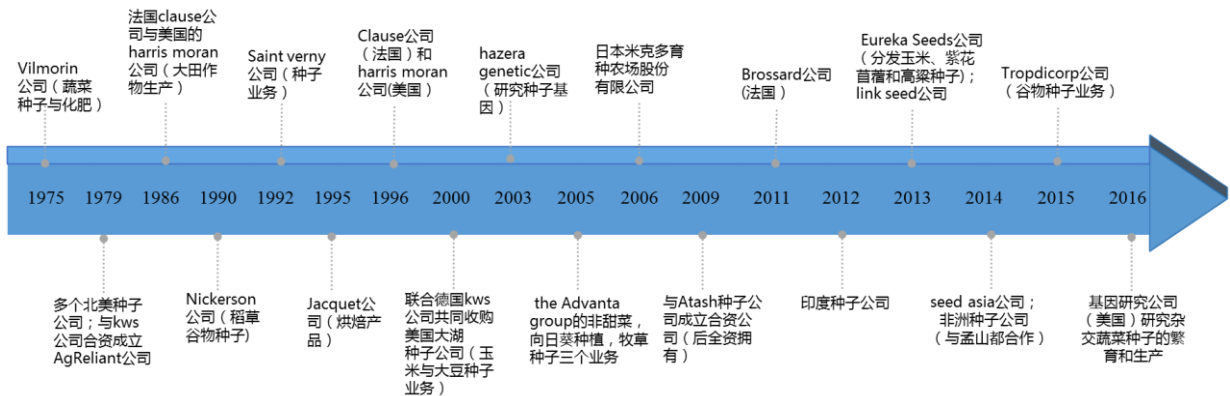
不同于国内种业产品同质化、分散化的格局, 世界种业格局相对集中。回顾几大跨国种企的发展历程, 可以看出他们最初多是农化或生物医药类公司起家, 通过大规模收购兼并切入种业领域并快速占领市场, 通过技术和渠道的强强联合不断巩固自身地位, 同时还与农化等其他业务发挥协同作用。以法国的利马格兰和美国的孟山都为例可以看出, 收购兼并是打造种业巨头的必由之路。

图17: 孟山都并购历程



数据来源: 公司公告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图18: 利马格兰并购历程



数据来源: 公司公告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

即使行业集中度已经达到如此高的地步, 国外种业公司仍然没有停下并购的脚步。随着国际粮价持续低迷, 种业公司的业绩受到影响, 为了在激烈的竞争中胜出, 仅2016年启动的大规模并购项目就达到数十件, 其中最为引人注目的是“孟山都+拜耳”、“杜邦+陶氏”和“中国化工+先正达”。如果这三起并购项目能够顺利通过各国监管批准, 世界种业格局将发生巨变。

当前世界种业前五强企业由于来自于美国和欧洲, 大多以玉米、大豆、棉花、蔬菜等为主要品种, 在水稻种子这块尚属待开发区域。目前公司的营收水平虽然与世界种业巨头存在一定差距, 但是随着海外市场的开拓和大规模的并购业务, 未来业绩高增长可期。

表 5: 世界种业前五强企业概况

排名	企业名称	国家	2000 年种业收入	2015 年种业收入	主营产品
1	Monsanto	美国	16 亿美元	102.4 亿美元	棉花、大豆、玉米、蔬菜
2	Dupont	美国	19.38 亿美元	67.9 亿美元	玉米、大豆、小麦、高粱等
3	Syngenta	瑞士	9.58 亿美元	28.4 亿美元	蔬菜等
4	Limagrain	法国	6.22 亿美元	17.1 亿美元	玉米、大豆、蔬菜
5	Land O' Lake	美国	3.73 亿美元	15.7 亿美元	油菜、向日葵
	隆平高科	中国	1.50 亿元	20.3 亿元	水稻、玉米、蔬菜

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

### 法律制度日趋完善, 行业集中度稳步提升

自2011年起, 国家先后出台多项政策和法规, 引导和推动我国种业的快速健康发展。在体制上推进“事企脱钩”, 一方面使得科研院所由商业化研发育种转向公益性研究, 另一方面积极扶持具有研发能力的“育繁推一体化”种子企业做大做强。在规模上提高经营门槛, 促进行业内并购和资源整合, 减少种企数量, 使得种业企业的竞争格局由分散化向集中化发展。在监管上加大打假和惩处力度, 净化市场环境, 保护知识产权。

2017年中央一号文件《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》对种业发展提出了新要求, 明确指出要加大实施种业自主创新重大工程和主要农作物良种联合攻关力度, 加快适宜机械化生产、优质高产多抗广适新品种选育。新《种子法》的落地实施为新品种审定开辟绿色通道, 同时加大打假力度, 保护自主研发企业的利益。国家层面对推动现代种业发展的政策纷至沓来, 公司作为种业龙头将充分受益。

表 6: 近年来我国多次出台政策法规促进种业发展

时间	政策法规名称	主要内容
2011 年 4 月	《国务院关于加强推进现代农作物种业发展的意见》	科研单位逐步退出商业化育种, 转向公益性研究; 促进企业提高科研创新能力, 支持“育繁推一体化”种子企业发展。
2011 年 8 月	《农作物种子生产经营许可管理办法》	全面提高种子经营门槛, 推进兼并重组, 减少企业数量提高行业集中度
2012 年 12 月	《全国现代农作物种业发展规划(2012-2020年)》	强化市场监管体制, 重点支持具有研发能力、生产规模大、市场占有率高的种企, 鼓励兼并重组, 提高企业核心竞争力
2013 年 3 月	修改《中华人民共和国植物新品种保护条例》	对罚则部分两项条款中的罚款数额进行修改, 加大对假冒伪劣商品的打击力度, 有利于保护知识产权。
2013 年 12 月	《国务院关于深化种业体制改革提高创新能力的意见》	在 2015 年底前实现“事企脱钩”, 鼓励企业加强研发投入, 自主建立研发机构, 完善市场导向机制和商业化育种机制
2015 年 4 月	修订《中华人民共和国种子法》	简化品种审定程序, 加大对假冒伪劣种子的打击力度, 保护知识产权, 加大对优质种企的扶持力度。
2016 年 1 月	中央一号文件《关于落实发展	加快推进现代种业发展, 大力推进育繁推一体化, 提升种业自主创

新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》 新能力，保障国家种业安全。加快主要粮食作物新一轮品种更新换代；推进国家级育种制种基地和区域性良种繁育基地建设；强化企业育种创新主体地位；贯彻落实新种子法等

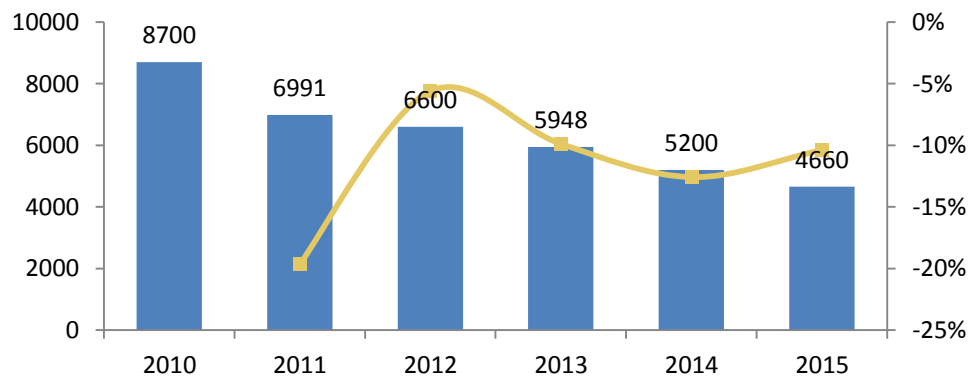
2017年1月 中央一号文件《关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》 加大实施种业自主创新重大工程和主要农作物良种联合攻关力度，加快适宜机械化生产、优质高产多抗广适新品种选育。

数据来源：国务院，农业部，广发证券发展研究中心

当前我国种业最大的特点就是公司数量多，行业集中度低，大多数企业不具有研发能力，盈利水平较差。目前全国持有效种子经营许可证的企业数量为4660家，前五大种子公司销售额占所有种企销售额的10.4%，CR10为15.5%，远低于世界CR10指数70%，全行业的平均毛利率仅9.5%，远低于公司40%的毛利率水平。

从2010年到2015年，全国持有效种子经营许可证的企业数量由8700家减少到了4660家，下降了46%。未来随着行业竞争的加剧，种业集中度会进一步提高。

图19：我国持证种企数量由2010年的8700家降至2015年的4660家



数据来源：中国种业发展报告，广发证券发展研究中心

### 并购路线清晰，项目逐步落地

公司自2011年以来多次进行收购兼并业务，积极整合资源。其并购业务可分为“两步走”的策略：第一步是在2011年和2013年先后两次对四川隆平、湖南隆平、安徽隆平和亚华种业等子公司进行股权收购，通过收回少数股东权益来巩固控制权，整合内部资源发挥协同作用。第二步是从2015年6月开始对外部公司的收购，目前已收购德瑞特、绿丰园艺、广西恒茂和惠民科技，完善在蔬菜种子产业的布局和拓宽水稻种子营销渠道，扩大产品品种的覆盖面。

公司在外延并购上的路线十分清晰：在自身具有研发优势的品种上（如杂交水稻），选择并购标的时以吸收种质资源和获取渠道为主要目标，因为水稻品种具有多元化、分散化的特点，地区品牌的渠道优势非常显著，有助于提高公司产品市场占有率。在研发相对较少的品种上（如蔬菜），选择并购标的时以研发技术、优质品种



为主要目标，与自身形成互补，打造尽可能广泛的多品种结构。目前公司已经拉开并购潮的序幕，加之政策和资金条件成熟，未来2-3年将迎来扩张企业版图的黄金时期。

表 7: 公司收购兼并业务一览

时间	交易标的	交易价格	交易方式	标的公司主营业务	并购业务对公司的影响
2011-04	四川隆平 28% 的股权	5376 万元	现金交易	杂交水稻、玉米、小麦等批发、零售和进出口等	公司对四川隆平的持股比例由 52% 上升至 80%，提高在核心产业控股子公司的权利。
2013-12	湖南隆平 45% 的股权	16.45 亿元	发行新股 8225 万元	培育、销售农作物种子；研发农药化肥；农技服务	将三家控股子公司变为全资子公司，巩固对其的控制权，整合并布局种业资源，提高效率、降低成本。
	安徽隆平 34.5% 的股权			农作物种子、种苗的培育和销售；化肥销售；农产品加工等	
	亚华种子 80% 的股权			水稻、油菜等种子的研发、生产和销售；食品包装、零售	
2015-06	天津德瑞特 80% 的股权	32016.9 万元	现金交易	农作物种子选育；蔬菜种子加工、包装、批发、零售	完善公司蔬菜种子产业的布局，加快公司蔬菜种子产业的发展，增强持续盈利能力
	绿丰园艺 80% 的股权	4045.28 万元		蔬菜种子生产、技术服务；农资销售	
2016-10	广西恒茂 51% 的股权	2.1 亿元	现金交易	水稻、玉米种子的生产、销售	有助于开拓市场，提高隆平体系在广西、江西等市场的占有率
2017-03	惠民科技 32.5% 的股权	7097.21 万元	现金交易	转基因杂交棉、杂交水稻、杂交玉米和杂交油菜种子	利用惠民在湖北的品牌和渠道提高公司水稻品种市占率和终端服务能力

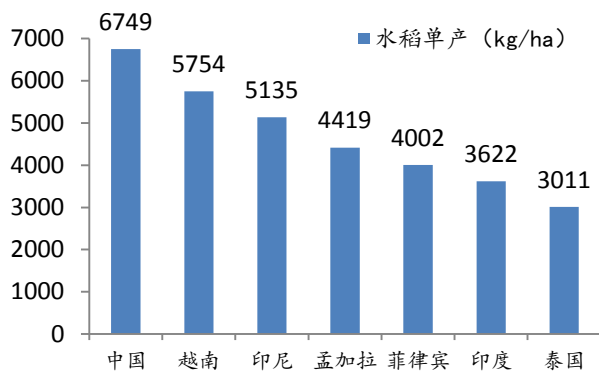
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

## 布局多年蓄势待发，海外市场大幕将启

### 育种技术世界领先，东南亚市场前景广阔

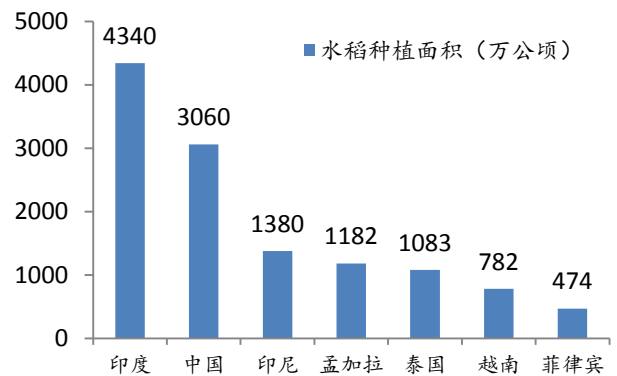
国内市场竞争加剧，为寻求新的利润增长动力，公司瞄准以东南亚诸国为主的海外市场，推广杂交水稻技术和种子，率先开启国内种企的国际化之路。公司进驻海外市场主要有三方面的优势：一是技术优势突出，我国的水稻单产显著高于东南亚各国，而在杂交水稻育种方面，我国的技术更是达到世界领先水平，国外的种业巨头如孟山都、杜邦先锋等，大多以经营玉米、大豆种子为主，在水稻种子上布局较少。二是东南亚各国水稻种植面积较大但杂交稻渗透率很低（不足10%），市场空间广阔。三是公司实际控制人中信集团在海外布局广阔，能为公司提供资源和资金上的实际帮助，有利于缓解公司在进入初期遇到的困境。

图20: 我国水稻单产明显高于东南亚各国



数据来源: FAO, 广发证券发展研究中心

图21: 印度水稻种植面积超过中国42%



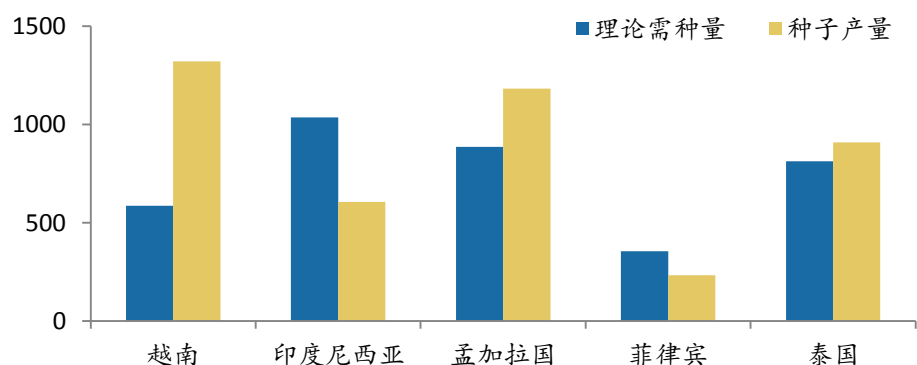
数据来源: FAO, 广发证券发展研究中心

### 品种逐步落地, 打开成长新空间

由于种子对不同的生长环境适应程度不同, 加之进驻海外可能遇到的政策阻力和来自于当地种业公司的抵制, 公司需要首先布局研发, 获得相应的本土化品种后再以并购、直接或合资设厂等方式进行推广销售。海外市场的开拓需要数年甚至数十年的投入, 具有较高风险和壁垒。目前公司在菲律宾已有3个品种获批商业化推广, 未来还需要一定时间制种和改变消费者习惯, 在印度和巴基斯坦也有品种正在排队等待审定。短期来看海外市场开始放量后增速很快但体量小, 长期来看空间巨大。

根据东南亚各国当前的水稻种植面积, 以常规稻每亩用种量约5斤左右计算, 再对照各国的水稻种子产量, 菲律宾和印尼存在较大缺口。再以杂交稻每亩用种量2.5斤左右计算, 当杂交水稻渗透率在20%-50%时, 粗略估算东南亚的杂交水稻市场空间为300-800亿元。

图22: 印尼和菲律宾常规稻种子生产供需存在较大缺口



数据来源: FAO, 广发证券发展研究中心

表 8: 预计东南亚杂交水稻市场空间为 300-800 亿元

国家	水稻种植面积 万公顷	杂交稻渗透率 20%		杂交稻渗透率 50%	
		需种量 千吨	市场空间 亿元	需种量 千吨	市场空间 亿元
印度	4340	325.5	162.8	813.8	406.9
印尼	1380	103.5	51.8	258.8	129.4
孟加拉	1182	88.7	44.3	221.6	110.8
泰国	1083	81.2	40.6	203.1	101.5
越南	782	58.7	29.3	146.6	73.3
菲律宾	474	35.6	17.8	88.9	44.4
<b>合计</b>	<b>9241</b>	<b>693.1</b>	<b>346.5</b>	<b>1732.7</b>	<b>866.3</b>

数据来源: FAO, 广发证券发展研究中心

## 投资建议

随着隆两优、晶两优系列的推广, 杂交水稻业务保持快速稳定增长, 加之并购项目和海外市场品种逐步落地, 公司未来业绩将打开成长新空间, 假设2016-18年杂交水稻业务营收增速分别为30%/35%/30%, 预计净利润分别为5.9亿元/7.7亿元/9.5亿元, 预计2016-18年公司EPS分别为0.47元/0.62元/0.75元, 给予“买入”评级。

## 风险提示

制种风险、新品种研发和推广风险、政策风险等

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2357	2594	5677	6594	7787
货币资金	570	632	1549	1949	2594
应收及预付	563	649	600	804	989
存货	1202	1298	1529	1841	2204
其他流动资产	22	15	2000	2000	2000
<b>非流动资产</b>	1749	2429	2145	2221	2278
长期股权投资	237	252	252	252	252
固定资产	641	781	808	821	822
在建工程	134	135	152	156	168
无形资产	587	1071	737	796	840
其他长期资产	149	189	196	196	196
<b>资产总计</b>	4105	5024	7822	8814	10066
<b>流动负债</b>	1564	2055	1161	1402	1708
短期借款	648	1004	0	0	0
应付及预收	874	1010	1137	1378	1684
其他流动负债	42	41	24	24	24
<b>非流动负债</b>	521	515	506	506	506
长期借款	49	38	38	38	38
应付债券	447	448	448	448	448
其他非流动负债	25	29	20	20	20
<b>负债合计</b>	2085	2570	1667	1908	2214
股本	996	996	1256	1256	1256
资本公积	39	38	2833	2833	2833
留存收益	884	1324	1917	2691	3638
归属母公司股东权	1914	2354	6007	6781	7728
少数股东权益	107	100	148	126	124
<b>负债和股东权益</b>	4105	5024	7822	8814	10066

**现金流量表**

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	276	350	-1383	451	692
净利润	326	467	641	752	945
折旧摊销	91	94	105	113	119
营运资金变动	-241	-240	-2033	-276	-242
其它	100	29	-97	-138	-130
<b>投资活动现金流</b>	-233	-452	304	-48	-44
资本支出	-254	-309	232	-129	-118
投资变动	-43	-159	71	81	73
其他	65	17	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-30	158	1996	-3	-3
银行借款	1021	1718	-1004	0	0
债券融资	-869	-1380	-10	0	0
股权融资	0	11	3055	0	0
其他	-182	-191	-46	-3	-3
<b>现金净增加额</b>	13	56	916	400	645
<b>期初现金余额</b>	579	570	632	1549	1949
<b>期末现金余额</b>	591	626	1549	1949	2594

**主要财务比率**

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-3.7	11.6	18.7	24.4	23.6
营业利润增长	-12.8	82.4	38.5	17.0	28.4
归属母公司净利润增长	94.3	35.6	20.9	30.4	22.4
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	36.4	39.5	40.9	42.2	43.4
净利率	17.9	23.1	26.7	25.1	25.6
ROE	18.9	20.9	9.9	11.4	12.3
ROIC	15.3	15.3	11.3	11.8	14.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.8	51.2	21.3	21.6	22.0
净负债比率	0.3	0.4	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	1.51	1.26	4.89	4.70	4.56
速动比率	0.66	0.59	3.47	3.28	3.17
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.44	0.37	0.36	0.39
应收账款周转率	8.54	7.19	8.86	8.13	8.00
存货周转率	0.91	0.98	0.93	0.94	0.95
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.49	0.47	0.62	0.75
每股经营现金流	0.28	0.35	-1.10	0.36	0.55
每股净资产	1.92	2.36	4.78	5.40	6.15
<b>估值比率</b>					
P/E	54.2	48.2	43.2	33.1	27.1
P/B	10.2	10.0	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	46.4	44.4	38.1	33.8	25.5

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1815	2026	2404	2990	3695
营业成本	1154	1226	1422	1728	2093
营业税金及附加	1	1	1	1	2
销售费用	146	164	226	329	392
管理费用	170	176	214	329	406
财务费用	100	109	16	-15	-20
资产减值损失	45	17	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	35	99	71	81	73
<b>营业利润</b>	236	431	597	698	896
营业外收入	105	51	68	73	72
营业外支出	15	9	16	13	12
<b>利润总额</b>	326	473	649	758	955
所得税	0	6	7	6	10
<b>净利润</b>	326	467	641	752	945
少数股东损益	-36	-24	48	-22	-2
<b>归属母公司净利润</b>	362	491	594	774	947
EBITDA	435	552	646	715	922
EPS(元)	0.36	0.49	0.47	0.62	0.75

## 广发农林牧渔行业研究小组

惠毓伦: TMT 群组首席研究顾问, 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 16 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历, 12 年证券研究所从业经历。

郑颖欣: 联系人, 曼彻斯特大学发展金融硕士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zhengyingxin@gf.com.cn。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。

持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。

谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。

持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。